

10 Aralık 2024

Amaç

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden, TSKB A.Ş. tarafından, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("**Şeker Yatırım**") Sümer Varlık Yönetim A.Ş. ("**Sümer Varlık**" ve/veya "**Şirket**") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı TSKB A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, banka ve diğer yurt içi ve yurt dışındaki finans kuruluşlarının TGA (Tahsili Gecikmiş Alacaklar) portföylerini satın alarak borçların çözülmesi alanında VYŞ (Varlık Yönetim Şirketi) olarak hizmet veren bir finansal kuruluştur.

Sümer Varlık, varlık yönetim şirketlerinin faaliyetine uygun olarak başta bankaların bireysel ve ticari (KOBİ ve kurumsal dahil) segmentlerindeki teminatlı ve teminatsız tüm kredi portföyleri olmak üzere finansal kuruluş alacaklarına yatırım yapmakta ve tahsilat süreçlerini yönetmektedir.

Şirket'in 9 Mart 2015 tarihinde tescil edilen kuruluş kararı, 13.03.2015 tarih ve 8778 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde yayımlanmıştır. Bankacılık Kanunu'nun 143. Maddesi ve Mülga VYŞ Yönetmeliği'nin 6. maddesi çerçevesinde Şirket'e faaliyet izni verilmiştir. Şirket, faaliyet izninin alınmasını takiben, mevcut organizasyon yapısı ile ve personel sayısı artırılarak fiilen varlık yönetim şirketi olarak faaliyetlere başlamıştır.

Halka Arz Bilgileri

Sümer Varlık paylarının halka arzı eşit dağıtım yöntemi ile pay başı sabit fiyat 22,00 TL ile 12-13 Aralık 2024 tarihlerinde gerçekleştirilecektir.

Şirketin, çıkarılmış sermayesinin 100.000.000 TL'den 118.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabilecek 18.000.000 TL nominal değerli 18.000.000 adet pay ve mevcut ortaklardan ASV Holding A.Ş.'ye ait 10.000.000 TL nominal değerli toplam 10.000.000 adet pay olmak üzere toplam 28.000.000 TL nominal değerli 28.000.000 adet pay halka arz edilecektir. Buna göre şirketin halka açıklık oranı %23,73 olacaktır.

10 Aralık 2024

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
İhraççı	Sümer Varlık Yönetim A.Ş.
Borsa Kodu	SMRVA
Halka Arz Öncesi Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	118.000.000 TL
Halka Arz Toplamı (Nominal)	28.000.000 TL (Sermaye Artışı ve Ortak Satışı)
Halka Açıklık Oranı	%23,73
Aracı Kurum	Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Satış Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış
Aracılık Türü	Kısmen Bakiyeyi Yüklenim
Halka Arz Fiyatı	22,00 TL
Talep Toplama Tarihleri	12-13 Aralık 2024
Halka Arz Büyüklüğü	616.000.000TL
Ek Satış (Nominal)	Planlanmamaktadır.

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu, KAP

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Şirket paylarının halka arz yoluyla satışı ve sermaye artırımlarıyla, Şirket'in özkaynak yapısının güçlendirilmesi, Şirket'in büyümesine ivme kazandırılması, Şirket'in sektördeki konumunun güçlendirilmesi, işlem hacimleri gelirlerinin artırılarak pazar payının yükseltilmesi, Şirket'in kurumsal organizasyonunun güçlendirilmesi, rekabet gücünün artırılması, sektördeki bilinirliğinin artırılması ve paylarının likidite imkanının sağlanması hedeflenmektedir.

Kullanım Alanı	Kullanım Oranı (%)
Yeni Portföy Alımları	%50
Finansal Borç Ödemesi	%50

Kaynak: İzahname

Şirket'in Faaliyet Gösterdiği Sektörlerdeki/ Pazarlardaki Yeri

Varlık yönetim şirketleri faaliyetleri gereği, bankaların, TMSF'nin, özel finans kurumlarının, diğer mali kurumların ve kredi sigortası veren sigorta şirketlerinin söz konusu hizmetlerinden doğan alacakları ile diğer varlıklarını satın almakta, tahsil etmekte ve satabilmektedirler. Şirket'in 2024/09 itibarıyla kuruluşundan bu yana toplam satın aldığı TGA'ların ana para büyüklüğü 7.143 milyon TL seviyesinde bulunmaktadır. Finansal Kurumlar Birliği'nden (FKB) temin edilen Özet Varlık Yönetim Şirket Sektör Raporlarına ve FKB'nin kamuya açıklanmış verilerine göre 2015-2024/09 yılları arasında Türkiye'de satın alınan TGA toplam ana para büyüklüğü yaklaşık 126,5 milyar TL tutarında gerçekleşmiştir. Bu tutarın 2024/09 itibarıyla 7.143 milyon TL'si (%5,65) Şirket tarafından temlik alınmıştır. Sümer Varlık konusunda uzmanlaşmış dahili tahsilat, hukuk birimleri ve tüm Türkiye'ye yayılmış sözleşmeli hukuk bürosu ağı ile tüm borçlularla iletişime geçerek hukuki işlem yapabilmektedir. Şirket'in; alacaklı olduğu borçlular için UYAP üzerinden aktif malvarlığı ve teminat sorgulaması, MERNİS (Merkezi Nüfus İdare Sistemi)- MERSİS (Merkezi Sicil Kayıt Sistemi) sorgularını sistematik yapabilmeye, Risk Merkezi üyesi olması sebebiyle borçlu memzuç riski bilgilerini ve iletişim bilgilerini edinme yetkisi bulunmaktadır. Sümer Varlık kuruluş tarihi itibarıyla ağırlıklı portföy alımlarını 2016-2019 seneleri arasında gerçekleştirmiştir (2016-2019 periyodunda alınan toplam TGA anapara büyüklüğü 4.329 milyon TL'dir). Bu periyod Şirket için Varlık Yönetim Sektörü'nün hızlı büyüdüğü TGA Portföy ihalelerinin hızla arttığı yatırımlar ve artan arz ile birlikte maliyet avantajı yarattığı bir dönem olmuştur.

10 Aralık 2024

Finansal Durum ve Faaliyet Sonuçları

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdadır:

Gelir Tablosu (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Faiz Gelirleri	193.124	357.277	1.070.268	610.040	1.311.652
Faiz Giderleri	-29.524	-29.222	-75.251	-42.585	-245.764
Net Faiz Geliri / (Gideri)	163.600	328.055	995.017	567.454	1.065.888
Faaliyet Brüt Karı	138.059	299.518	884.011	481.683	829.299
Net Faaliyet K/Z	114.841	240.054	748.206	391.967	671.134
Net Dönem Kârı	90.379	188.139	497.321	302.400	469.475

Kaynak: İzahname

Kârlılık Analizi

Şirketin kârlılığını gösteren oranlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Kâr Marjları (%)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	66	73	59	61	50

Kaynak: İzahname, Şeker Yatırım Hesaplamaları

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdadır:

Özet Bilanço (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Finansal Varlıklar (Net)	53.948	78.603	312.191	178.238
İtfa Edilmiş Maliyet ile Ölçülen Finansal Varlıklar (Net)	202.219	377.355	1.126.308	1.970.545
AKTİF TOPLAMI	300.913	511.673	1.540.030	2.549.177
Alınan Krediler	44.496	51.744	91.413	77.354
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	85.829	51.853	350.130	776.172
Özkaynaklar	139.568	320.007	791.231	1.240.955
Ödenmiş Sermaye	30.000	50.000	50.000	100.000
PASİF TOPLAMI	300.913	511.673	1.540.030	2.549.177

Kaynak: İzahname

10 Aralık 2024

2. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Halka arz edilecek Şirket'in değerlemesinde uygun görülen değerlendirme yöntemleri şunlardır;

- A- Piyasa Çarpanları Analizi
- B- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)

Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu yöntem etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

FD/Düzeltilmiş FAVOK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve halka açık şirket tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu ve bu yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edildiği için Pazar Yaklaşımı kapsamında kullanılmasının uygun olduğu düşünülmektedir. Ancak öte yandan Düzeltilmiş FAVÖK hesabı VYŞ'ler dışında diğer finansal/mali kurumlarda çeşitli nedenlerden ötürü faaliyet karını doğru yansıtmadığı için takip edilen bir finansal gösterge değildir. Örneğin bankalar ve aracı kurumlar ağırlıklı olarak gelirlerini faiz ve komisyon gelirlerinden elde etmektedir. FAVÖK içerisinde faiz gelirleri olmadığı için düzeltilmiş FAVÖK hesaplaması bankalar ve aracı kurumlar başta olmak üzere genellikle finansal kuruluşlar için anlamlı olmamaktadır. Dolayısıyla yurt içinde mali sektör şirketleri ile karşılaştırma yapıldığında bu çarpan kullanılmamıştır. Yurt içinde Borsa İstanbul'da işlem gören iki Varlık Yönetim Şirketi bulunmaktadır. Şirket'in sektörde birebir benzeri sadece iki şirket olması nedeniyle yurt içi benzer Şirket kümesi oluştururken, BİST Mali endekste işlem gören şirketler incelenmiştir.

FD/Düzeltilmiş FAVÖK ve F/K oranlarının hesaplanması kapsamında mevcut durumun yansıtılabilmesi için yurt içi ve yurt dışı benzer olarak alınan Şirketlerin en son açıklanan finansal tablolarındaki verileri (son 12 aylık) dikkate alınmıştır. Yurt dışı benzer Şirketlerin çarpanlarında Bloomberg veri ekranından yararlanılırken, yurt içi benzer Şirketlerin verilerin hesaplanmasında Finnet ve KAP'tan temin edilen veriler kullanılmıştır.

Seçilmiş BIST – Mali Endeksi Şirketleri:

BİST Mali Endeks Çarpanlarının değerlendirilmesi aşamasında, iki Varlık Yönetim Şirketinin çarpanları kullanılırken, bunların dışında faktoring şirketlerinin alacak satın alıp tahsilatlarını gerçekleştirmesinden dolayı VYŞ'lerine benzer Şirketler olduğu düşünülmüş ve çarpan analizinde kullanılmıştır. Aynı endekse dahil olan finansal kiralama şirketleri ve aracı kurumlarda benzer Şirket olarak çarpan analizinde değerlendirilmeye alınmıştır. Varlık Yönetim Şirketleri ile beraber faktoring ve leasing şirketlerinin finansalları enflasyon muhasebesinden muaf olurken, aracı kurumların finansalları enflasyon muhasebesine uygun olarak hazırlanmaktadır. Dolayısıyla aracı kurumların rasyoları çarpan analizinde kullanılmamıştır. Değerlemede kullanılan BİST Mali Endeksi Şirketlerinin 20.11.2024 tarih itibarıyla rasyoları aşağıdaki gibidir. Şirketlerin seçiminde F/K oranları negatif olan ve 15'ten büyük olan uç değerler değerlemeye katılmamıştır.

10 Aralık 2024

Şirket	Piyasa Değeri (Milyon TL)	F/K
GARFA	7.712	5,80
ISFIN	7.433	4,28
CRDFA	740	5,94
VAKFN	5.705	3,36
SEKFK	769	4,78
LIDFA	1.619	2,62
ULUFA	1.893	2,15
GLCVY	6.222	5,15
BRKVY	2.620	10,06
MEDYAN		4,78

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BIST Mali Endeks Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri	
Çarpan Analizi F/K Medyan Çarpanı	4,78
Sümer Varlık Net Kar – Yıllıklandırılmış (Bin TL)	664.396
Özsermaye Değeri (Bin TL)	3.175.076

Yurt Dışı Benzer Şirketleri:

Piyasa çarpan analizinde benzer şirketlerin seçiminde F/K ve FD/Düzeltilmiş FAVÖK oranları negatif olan ve 15'den büyük olanlar ile uç değerler değerlemeye alınmamıştır. Geri kalan şirket çarpanlarının medyan sonuçları değerlendirilmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri	
Çarpan Analizi FD/Düzeltilmiş FAVÖK Medyan Çarpanı	8,49
Sümer Varlık Düz. FAVÖK– (Yıllıklandırılmış - Bin TL)	500.667
Firma Değeri (Bin TL)	4.252.614
Net Borç Pozisyonu (Bin TL – 30.09.2024)	676.469
Özsermaye Değeri (Bin TL)	3.576.145

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri	
Çarpan Analizi F/K Medyan Çarpanı	7,48
Sümer Varlık Net Kar – Yıllıklandırılmış (Bin TL)	664.396
Özsermaye Değeri (Bin TL)	4.970.704

10 Aralık 2024

Çarpan Analizi Sonucu:

Çarpanlar	Özsermaye Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	4.970.704	%25,0	1.242.676
Yurtdışı Benzer Şirketler (FD/FAVÖK Çarpanı)	3.576.145	%25,0	894.036
Yurt İçi Benzer Şirketler (F/K Çarpanı)	3.175.076	%50,0	1.578.538
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri			3.724.250

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)

İNA yöntemi kapsamında; Şirketin sahip olduğu portföylerin birikimli etkisini daha doğru yansıtacağı için ve sektörde kullanılan yöntem ile benzerlik göstermesi açısından 2024-2038 dönemi için projeksiyon Şeker Yatırım tarafından yapılmıştır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer hesabında ise sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılan sabit bir büyüme oranı kullanılmıştır. Projeksiyon döneminde nakit akışları 2038 yılında sonlandırılmış olup, bu yıldan sonra devam eden değer hesaplanmasında nihai büyüme oranı %5,0 olarak kabul edilmiştir.

AOSM

AOSM	2024T	2025T	2026T	2027T – 2029T
Risksiz Faiz Oranı	%28,5	%26,0	%24,0	%20,0
Spesifik Risk Primi	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Şirket Risk Primi	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0
Beta (B)	1,0	1,0	1,0	1,0
Kurumlar Vergisi	%30,0	%30,0	%30,0	%30,0
Borçlanma Maliyeti	%53,0	%38,0	%31,2	%26,0
Vergi Sonrası	%37,1	%26,6	%21,8	%18,2
Sermaye Maliyeti	%35,0	%32,5	%30,5	%26,5
Finansal Borçluluk	%40,8	%40,8	%40,8	%40,8
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%35,9	%30,1	%27,0	%23,1

AOSM	2030T – 2032T	2033T – 2038T	Formüller
Risksiz Faiz Oranı	%16,0	%14,0	F
Spesifik Risk Primi	%5,5	%5,5	S
Şirket Risk Primi	%1,0	%1,0	M
Beta (B)	1,0	1,0	B
Kurumlar Vergisi	%30,0	%30,0	V
Borçlanma Maliyeti	%20,8	%18,2	BM
Vergi Sonrası	%14,6	%12,7	$VSBM = BM \cdot (1 - V)$
Sermaye Maliyeti	%22,5	%20,5	$SM = F + (S + M) \cdot B$
Finansal Borçluluk	%40,8	%40,8	$FBO = [D / (D + E)]$
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%19,3	%17,3	$AOSM = S \cdot M \cdot (1 - FBO) + VSBM \cdot FBO$

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

10 Aralık 2024

İNA Değerleme Sonuçları (Milyon TL)	Sonuç
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri (1)	2.281,7
Devam Eden (Sonsuz) Değerin Bugünkü Değeri (2)	1.032,0
Firma Değeri (1+2)	3.313,8
Net Finansal Borç (3)	676,5
Şirket Değeri (1+2-3)	2.637,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3. Değerleme Sonucu ve Görüş

İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi ile bulunan özsermaye değerine %60 ve çarpan analizi ile bulunan özsermaye değerine %40 ağırlık verilmiştir. Şirket için Halka Arz öncesi Özsermaye Değeri (Halka arz iskontosu yapılmadan) 3.072.075 bin TL olarak hesaplanmıştır. Çıkarılmış sermayesi 100.000.000 TL seviyesinde bulunan Sümer Varlık Yönetim A.Ş.'nin pay fiyatı 30,72 TL (Halka arz iskontosu yapılmadan) olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Birim Pay Değeri - TL
İNA	2.637.292	%60,0	26,37
Çarpan Analizi	3.724.250	%40,0	37,24
- Yurtdışı FD/FAVÖK Çarpanı	3.576.145	%25,0	35,76
- Yurtdışı F/K Çarpanı	4.970.704	%25,0	49,71
- Yurtiçi F/K Çarpanı	3.175.076	%50,0	31,75
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	3.072.075		30,72
Halka Arz İskontosu		%28,4	
Halka Arz Şirket Değeri	2.200.000		22,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

10 Aralık 2024

Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamalar kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapmalarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.

- Fiyat tespit raporunda, Şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında verilen bilgilerin yeterli olduğu görüşündeyiz.
- İNA analizi kapsamındaki projeksiyon varsayımlarının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır. İNA analizini %60, Çarpan analizini %40 ağırlıklandırmanın genel piyasa uygulamaları çerçevesinde olduğunu düşünmekteyiz.
- Sektör bazında çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğunu düşünüyoruz.
- FD/FAVÖK ve F/K çarpanı hesabında kullanılan eliminasyon metodolojisinin adil olduğunu düşünmekteyiz

Değerlendirmemiz sonucunda **%28,4** oranında halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanan **22,00 TL** hisse başı fiyatı makul buluyoruz.